



戰勝加息

加息環境下，尋找新收益來源與多元布局將成為應對加息挑戰的關鍵

路博邁

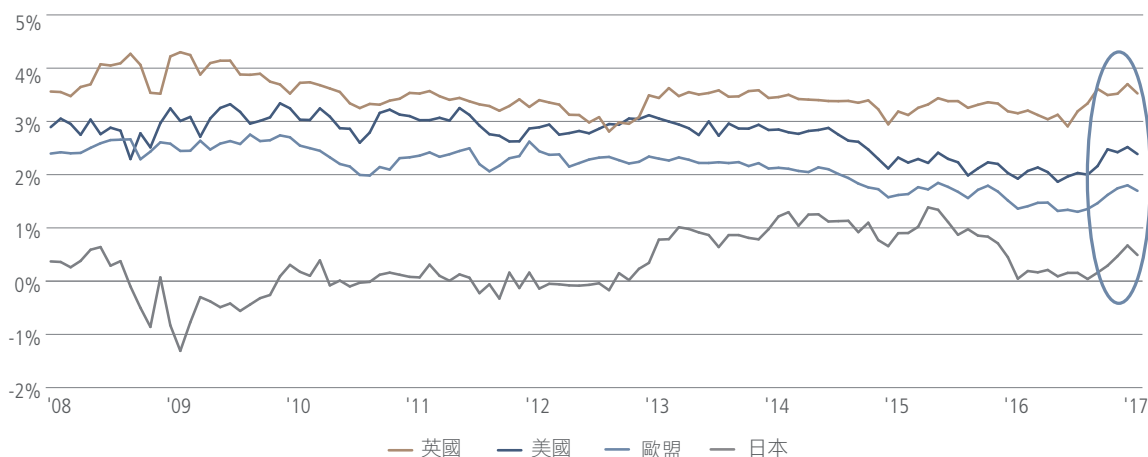
NEUBERGER | BERMAN

一個新環境

- 經濟開始加速、薪資表現穩定，且通脹再起的可能性逐步升高。
- 因此，聯儲局於去年12月和今年3月調高了利率，而且2017年和2018年很可能還會推出多次加息行動。
- 距離前一次持續緊縮週期已經超過10年了，投資人現今面臨著一個重大問題：
該如何建構或調整投資組合以追求下檔保護並創在潛在報酬機會？

通脹轉折上攀

通脹預期



資料來源: Bloomberg, 截至2017年2月。未來五年之五年期通脹成長率。

一種新策略

- 加息環境需要不只一種、而是多種因應之道。
- 傳統上會用投資等級債作為股票部位的避險工具，但在加息環境下，此法不見得有效。
- 很重要的是必須設法限制負面衝擊程度，但同時又得善用當今基本面以尋求有利投資契機。
- 這表示不僅得採取一些基本的預防措施，還得將投資方法和資產類別的藍圖擴展至其他得以產生收益的範圍。
- 在諸多選擇中，投資人可以聚焦於能同時提供額外收益率、多元布局優勢，但存續期間又很短或無存續期(或幾乎不受利率變動影響)的策略。
- 可能的解決方案並非只限於固定收益，也可能存在於股票和另類投資資產中。

縮短存續期間

絕大多數金融專家皆知，縮短整體存續期得以降低受利率起伏影響的程度。但許多核心債券的投資策略與其基準指標十分相似，在現今的環境下，便存在很高的存續期風險。一個可行的策略選項是降低核心債券部位；而更好的做法是選擇彈性較大的基金，因經理人得以在必要之際轉往較低存續期的投資工具。另一個想法是在現有存續期間布局卻可提供穩健收益率的固定收益投資策略，比如善用優先擔保浮動利率貸款或短期高收益債。

- **浮動利率貸款** 是銀行發行、由企業貸款所組成的債務工具。之所以稱為「浮動利率」是因為它們的利率會隨著像是Libor等短期指標利率而調整，而「優先擔保」指的是，雖然屬於非投資等級債務，但在公司資本結構中的位階較高。基於其浮動特質，因而在升息環境下的應對彈性較佳。
- **短期高收益債券** 具備跟較長天期高收益債同樣的收益率優勢，卻因存續期間較短而對於利率起伏的敏感度較低。在許多人預期此經濟週期可望延續的情況下，浮動利率貸款和短期高收益債發行機構的信用前景相對較看好。

固定收益指數較易受影響—複製此指數的策略亦然

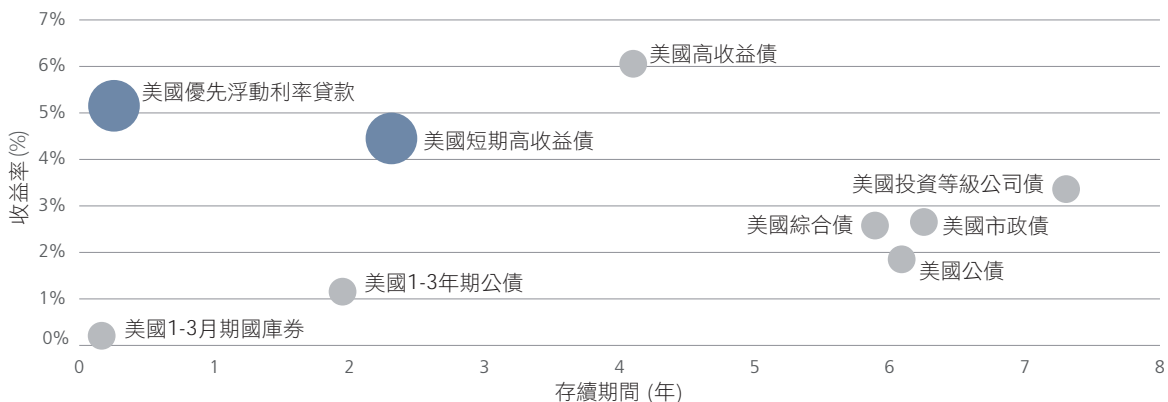
巴克萊美國綜合債券指數存續期間與收益率



資料來源: 巴克萊。截至2016年12月31日。

浮動利率貸款以及短期高收益債：升息環境下相對較具吸引力

收益率 vs. 存續期間



資料來源: 巴克萊、標準普爾/LSTA，截至2016年12月31日。收益率意指債券之最低收益率以及優先浮動利率貸款之到期收益率。

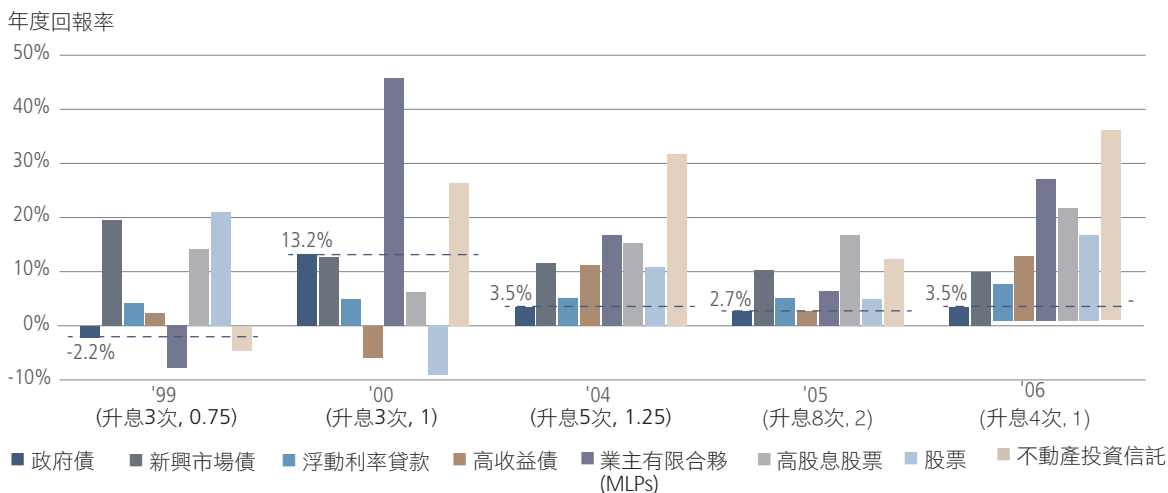
創造抗通脹功能

某些資產類別和產業跟通脹的相關度很高，因此往往比較禁得起伴隨通脹而加息的環境考驗。

- 美國抗通脹公債(TIPS)** 抗通脹債券有機會在因通脹上升而促使價格上揚(以及因通縮而價格下滑)時發揮隔離作用。由於最近幾年通脹極低或幾乎零通脹，致使抗通脹債券的投資熱度幾近於停擺。然而隨著通脹回溫，抗通脹債券目前的吸引力已升高；目前價格仍未完全反映因貿易和財政政策可能促進通脹壓力進一步升高的可能。
- 原材料** 諸如石油之類的原材料屬於傳統通脹避險工具，與通脹成長率高度相關，因而在加息環境中的表現通常相對較佳。由於全球成長緩慢加上許多大宗商品產業產能過剩，導致修正格局延展了五年，直到2016年初才告終。石油減產以及對於某些原材料需求的穩定增長，對於該族群的前景發揮了挹注效應。
- 不動產投資信託** 在預期加息的氛圍中，回報表現通常也會遭逢挑戰，但因為它們得以受惠於伴隨著聯準會緊縮週期而來的經濟成長，所以一旦邁入加息週期，表現往往相對穩健。

利率上升不見得回報就得下滑

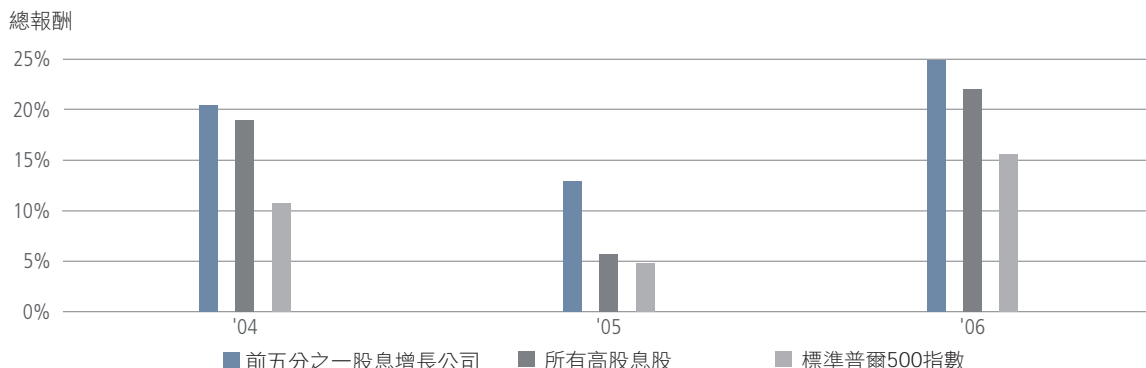
美國聯儲局至少加息一次之年度的回報表現



資料來源: Bloomberg、FactSet、Alerian。過往趨勢無法反映、預測或保證未來結果。

- 股票** 投資人有時會忘掉股票具有抵銷利率與通脹衝擊的潛能。即便聯準會祭出加息動作，許多股票在經濟強勁的加持下，能夠隨經濟成長的加速而享有勁揚榮景。但選對股非常重要，如此才能挑到更有辦法把成本轉嫁給終端客戶的公司。如今，聯準會剛開始邁入一個新的利率週期，基於美國經濟成長看俏，我們認為股票資產仍具上升空間。
- 高股息股票** 由於加息會導致市場上競爭資金，因而大家往往覺得高股息股面對著逆境挑戰。然而，高股息股跟所有的股票一樣，都能受惠於經濟成長的格局。想在投資高股息股上奏出凱歌，關鍵在於聚焦具備定價能力以及股息增長能力的公司。該族群以往在加息環境中具有良好的緩衝作用。

股息增長公司在前一次加息週期奏出凱歌



資料來源: Bloomberg、路博邁。高股息股以及頂尖股息增長公司包括股息回報率至少2.5%且市值達20億美元以上的羅素3000指數成分股。

- **私募基金** 此類別的額外優點為其長投資期。由於它們的經理人不需要專注於創造短期回報，因而得以針對其投資組合所持有的私募公司進行有系統的計畫性變動，而且在何時以及如何實現收益上也擁有較大的彈性。
- **業主有限合夥(MLPs)** 或稱公開交易合夥，往往也可因經濟好轉而受惠，因為在經濟成長環境下，碳氫化合物的使用會增加，進而推升輸油管線等中游資產的使用量。很重要的是，它們的收益率較高，在加息環境下不論就波動或收入特性，都能發揮部分的保護作用(詳下一部分)。近幾個月，Alerian業主有限合夥指數(Alerian MLP Index)歷史悠久的340-plus相對於美國公債的殖利率利差所創造出來的溢價相當可觀。
- **浮動利率貸款(想法1)** 以及**高收益債(想法3)** 前者具備收益率調整優勢；後者價格受惠於經濟成長，因此兩者皆具潛在隔絕通脹負面效應的功能。

投資想法 3

從信用債券中尋找收益

用較高的債券票息來降低利率風險，是個很簡單的算術題。但同樣重要的是，固定收益投資所提供的收益，能夠抵消因為利率變動而造成的價格下跌。這是政府債以前也辦得到的事，但現在卻行不通了，主因政府債收益率在多年貨幣寬鬆後已經微乎其微。面對當前環境，收益及投資潛力勢必得從其他來源獲得，比如公司債以及隱含缺乏流動性風險的投資工具。

- **高收益公司債** 歷史經驗顯示，高收益債跟股票的相關度高於跟其他固定收益工具，且其存續期間往往較短，因而在升息格局時的表現相對較佳。高收益債類似於不動產投資信託，其基本面(以及先前提到的浮動利率貸款)受惠於強勁的經濟增長。在企業活動改善以及法規鬆綁和親成長政策傾向樂觀發展的情況下，美國的經濟版圖看來很健康，此情勢應有助於信用週期的延長—此係左右高收益價格的一項關鍵因素。
- **新興市場債** 新興市場債往往受惠於伴隨著聯準會加息而來的全球經濟增長，它們不僅具備收益率吸引力，還得以提供美國債券之外的分散投資效益。然而，殖利率曲線的正常化可能會對新興市場債造成負面影響，比如貨幣走弱，以及美元計價債券的持有成本將隨之升高。
- **私募債權** 為企業的某些交易活動提供融資，包括收購、再融資和併購，大抵以中型公司為主。其中可能包括第一順位貸款(排在資本結構頂端，優先於無擔保或順位較後債權)、次順位貸款(屬變動利率證券，具票息吸引力)以及夾層債務(結合約定付款與股票上檔機會)。私募債權的收益率通常高於同質性公司債的市場收益率，因前者的閉鎖期較長—亦即隱含所謂的缺乏流動性溢價—而且還擁有一項可變動因素以在利率上升時保護投資人。私募債權可單獨存在，或作為多元化私募股權基金的一環。

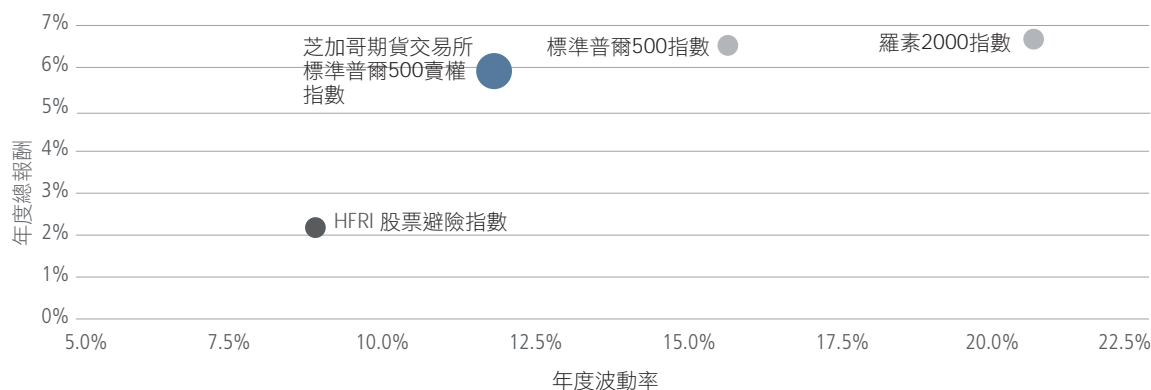
增加獲利無相關性的資產配置

把眼光擴展至傳統資產類別與產業之外，有機會因其與利率之間的敏感度較低而為投資回報增色。

- 參考歷史，對沖基金** 在利率上升時期的表現相對較佳。基於資本成本上升有助於投資經理分辨企業良莠，對可同時投資長短倉的投資經理有利。尋求把握企業併購和其他活動機會的重大事件驅動基金，由於預期回報率往往與無風險利率另加風險溢價掛鈎，兩者在利率上升的環境下通常也跟隨上揚，因而也可受惠。至於宏觀導向基金亦可因固定收益短倉及市場趨勢跟隨行情波幅變動更大而獲益。
- 出售期權策略** 投資人為了對短期的暫時性風險進行避險必須支付可觀的溢價，透過賣出選擇權得從中獲利。賣出賣權意味著提供其他投資人在某個特定日期以某個特定價位賣出某檔股票或指數的權利，以換取對方支付現金或溢價。以一種系統性方式不斷收集那些溢價，有機會在相對低風險的情況下產生出相當於股票的報酬，主因其報酬模式與利率週期的相關性極低。

出售期權策略可增強投資組合效率

指數年度回報率 vs. 風險, 2007年6月-2016年12月



資料來源: 芝加哥期貨交易所與Bloomberg。指數數據源於芝加哥期交所及Bloomberg LP，除非特別載明，否則未扣除費用。圖表選定期間係指數一般可獲得之最長數據時間。

- 另類風險溢價策略** 在面對利率風險時，此投資策略能提供寶貴的分散效益。我們投資之資產通常都含有相同的風險因子，比如價格、動能和利潤分配。歷史經驗顯示，如果能夠隔絕這些因子，不僅可受惠，還能有效分散傳統股票、債券以及通脹敏感性較高之投資工具的風險。資產管理經理人通常得運用放空和衍生性商品以執行此類投資策略，此舉可發揮補強投資組合的效果。
- 多元資產收入策略** 是從前述所提到的許多元素中尋找獲利機會的一種方式，此策略援引許多另類收入來源，得以在限制住存續期的同時提供可觀收益率。投資工具選項包括高股息股票、業主有限合伙(MLPs)、不動產投資信託、高收益債、槓桿貸款以及新興市場債等。雖然此策略的波動性高於傳統的固定收益投資，但這種投資組合隱含了較高的回報機會，且對於利率走升的敏感度較低。

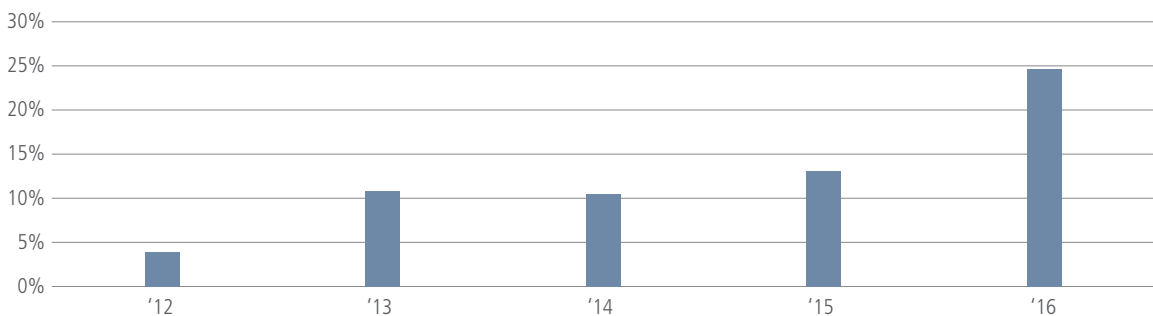
採取主動、保留彈性

加息週期導致挑戰升高，但它同時也彰顯出主動式管理和彈性策略的價值。

- 在**股票**方面，利率和通脹很可能對特定類型的股票、產業和公司造成影響。加息環境往往會導致公司營運成果各異。如下圖所示，在此格局下，股票風格的績效差異性也會隨之擴大。如果股市動盪加劇，經理人將更有機會發掘潛在的價格錯置契機。

表現差異擴大有利於主動式經理人

美國各類型股票表現的差異: 表現最佳者減表現最差者



資料來源: FactSet。本圖顯示當年表現最佳與最差風格/市場族群的報酬率差異，取樣包括下列指數：羅素1000、羅素1000成長股、羅素1000價值股、羅素中型股、羅素中型成長股、羅素中型價值股、羅素2000、羅素2000成長股及羅素2000價值股。

- 在**固定收益**方面，面對加息逆境，主要市場指數的存續期部位也會因而衍生出風險，擁有更多不同部位的需求升高，並迫使經理人增加彈性。政治情勢以及法規/稅負環境的變動，顯示有必要了解和預期即將發生的改變。未來幾個月勢將驗證採取彈性策略之經理人的價值，因為他們能夠在不同的類別、存續期和利率間遊走。
- 在**多元資產類別投資組合**方面，投資人的投資契機遍及整個市場，比如透過另類收入來源以便在不必拉長存續期間的前提下增加收益率。兼顧策略性及戰略性布局，讓投資人在追求長期回報的同時，也得以善用當前的市場情勢獲利。

本材料僅供說明用途，概不構成投資、法律、會計或稅務建議，或購買、出售或持有證券的建議。有關資料取自相信可靠的來源，但路博邁就其準確性、完整性或可靠性並無作出申述或保證。所有資料均更新至本材料出版之日，且隨時改變，不作另行通知。任何所述觀點或意見未必反映公司整體的觀點或意見。路博邁產品和服務未必於所有司法管轄區或向所有類型客戶提供。投資附帶風險，包括有可能損失本金。投資對沖基金及私募基金較為投機性，且所涉風險程度大於傳統投資。投資對沖基金及私募基金只適合熟練投資者。分散投資並不保證能夠獲利或可免於在市場下跌時錄得虧損。指數未經管理，且不提供作直接投資。**往績並非未來表現的保證。**

預期未必能夠實現。

本材料僅透過Neuberger Berman Group LLC不同的全球附屬公司及關聯公司作有限度發行。請瀏覽www.nb.com/disclosure-global-communications以了解特定的實體及司法管轄的規限及限制。

「路博邁」(“Neuberger Berman”)的名稱和標誌為Neuberger Berman Group LLC的註冊服務商標。

讓你的投資組合「做好加息準備」

| | 證券/策略 | 潛在利益 | 潛在問題/風險 | 觀點 |
|----------|---------------|---|-----------------------------------|-------------------------------|
| 固定收益 | 優先浮動利率貸款 | 收益率可調整、位居公司資本結構前端 | 信用風險 | 收益率/存續期關係相對有利 |
| | 短期高收益債券 | 利率風險低，受惠於信用週期的延長 | 信用風險 | 收益率/存續期關係相對有利 |
| | 抗通脹債券 (TIPS) | 本金隨通脹、信用品質調整 | 搭配較高報酬資產以補強 | 價格低估，有效迴避通脹風險 |
| | 高收益債券 | 收益率較高，受惠於信用週期的延長 | 信用風險，息差已收窄 | 有助於抵銷利率走升衝擊，總回報前景相對看好 |
| | 私募債權 | 擁有額外收益率以彌補流動性不足 | 信用風險，閉鎖期長 | 有助於補強通脹敏感度較高之投資組合 |
| | 新興市場債券 | 收益率較高得抵銷利率風險、與經濟成長連動性高 | 美國加息對貨幣造成的衝擊可能損及回報 | 存續期間較短之新興市場債尤其有利，具備風險/收益率屬性優勢 |
| | 多元類別固定收益 | 擁有高度彈性，充分掌握各類別與各市場之投資契機；可降低對基準指標曝險程度 | 信用風險、經理人素質影響甚鉅 | 因應當前固定收益市場大環境的有效投資策略 |
| 股票 | 一般股票 | 盈餘與經濟成長高度連結，先天具備抗通脹 | 專注於產業、個股的主動式操作至為關鍵。利率走高最終仍將影響成長動能 | 強勁的經濟成長讓股票成為目前非常重要的一項資產 |
| | 高股息股票 | 與經濟成長高度連結，為收益導向的投資人帶來額外收益 | 專注於產業、個股的主動式操作至為關鍵。利率走高最終仍將影響成長動能 | 加息環境下的有利選擇。選股能力極為重要 |
| | 業主有限合夥 (MLPs) | 收入增長與經濟表現相關，能源產業比重高 | 短期易受油價影響 | 受惠於經濟擴張力道以及較高收益率 |
| 另類投資 | 私募基金 | 放眼長線的投資方式聚焦於控股公司的基礎因素 | 投資禁售期較長，受經濟景氣的影響與傳統股票相若 | 盈利增長隨著時間可超過利率上升的影響 |
| | 對沖基金 | 利率上升將可突出企業質量的差異，從而可釐定更適合的投資策略 | 篩選投資經理和分散投資至為關鍵 | 在利率上升時期的表現強勁，與傳統資產類別的表現相關性低 |
| | 出售期權 | 區間震盪或下行走勢時，表現應可優於相對應之股票指數 | 市場強勁時，賣出賣權策略的表現將不如股票指數 | 回報與股票相當，但風險較低；在加息期間表現強勁 |
| 其他低相關性工具 | 另類風險溢價策略 | 運用鎖定特定報酬來源的因子，有效控制風險 | 衍生性工具的運用會提高操作複雜度，有必要仰賴經理人的能力 | 相關度低，發揮補強傳統資產類別的效益 |
| | 多元資產收入策略 | 布局涵蓋所有資產類別，得以在減輕利率/通脹風險的同時創造出較高收益率與回報機會 | 非存續期相關的風險升高，在牛市時的表現通常不如股票指數 | 提供固定收益投資人有利配置 |

路博邁

NEUBERGER BERMAN